

住信為替ニュース

THE SUMITOMO TRUST & BANKING CO., LTD FX NEWS

第1975号 2009年06月15日(月)

《 exit strategies 》

サミット準備会合の側面があったからでしょう。北朝鮮に対する金融措置の履行から保護主義回避、IMF の貸付能力拡大、途上国における食糧安全保障など実に多くの問題を取り上げたイタリアはレッチェでの G8 財務相会合でしたが、声明（最後に付録で添付）で筆者が注目したのは2点です。

第一は声明が「“ exit strategies”」とマーク付きで表記しているところの「出口戦略」について。G7、G8、G20 などの会合として初めて世界経済の今後に横たわる大きな問題として認識し、それを取り上げた。第二は声明が「レッチェ・フレームワーク（the Lecce Framework）」として打ち出したものである。これは G8 全体として「国際的なビジネスおよび金融取引に関わる一連の共通の原則・基準（a set of common principles and standards regarding the conduct of international business and finance）」を設けようというもの。強欲資本主義、リスク過多の綱渡り市場主義からどのように脱却するかフレームワークを考えようという動き。

「世界経済は依然として深刻な状況。出口戦略など話し合うのはまだ早い」という意見は、筆者が司会をした5月末の景気討論のセミナーでも約半数のエコノミストから出ました。しかし筆者はその時点で「出口戦略」を市場に示す必要性を指摘しておいた。その後の展開は商品相場の高騰、世界各国での長期金利の上昇など。普通に考えればこれだけの財政と金融の刺激がある中で、その出口に向けた手順を話し合っておかねばならないのはごく自然です。G8 が長期金利の上昇でやっとそれに気がついた、ということでしょう。これは矛盾しているようでも、今の景気の回復への緩やかな、障害多き道が続けるためにはどうしても必要です。声明はその出口戦略について以下のように述べる。

「 We discussed the need to prepare appropriate strategies for unwinding the extraordinary policy measures taken to respond to the crisis once the recovery is assured. These “exit strategies”, which may vary from country to country, are essential to promote a sustainable recovery over the long term. We asked the IMF to undertake the necessary analytical work to assist us with this process. 」

つまり、「回復が確実になった時に、危機対応で取られた異常な政策措置をいかにして解

除していくかの適切な戦略」(出口戦略)について、「それを準備する必要性を討議した」というのである。つまり出口戦略の入り口(討議)に立ったという段階で、いかにも心許ない段階であるし、それは「country to country」(各国別)でもあるとして、相変わらず各国の自主性任せの感がある。しかしそれだけではダメだと思ったのか、「IMFに分析をお願いします」となっている。

先週号で述べたが、失業率が上昇している、人々が職を失っている今の段階では、国内政治的には出口戦略を真っ正面から討議するのは極めて難しい。先週は「FRBは年内に利上げか」という議論が市場に出たが、その議論も「FRBが動くのは来年の春」というウォール・ストリート・ジャーナルの記事によってかき消された。しかし出口戦略は必要であり、それは長期金利を上げない為にも、商品価格に過度に資金が集中してそれが景気の足を引っ張らないようにするためには必要である。国内で出来ないことを投げられたIMFも気の毒だが、今のG8各国政府が出来ることはその程度、という事かも知れない。

《 the Lecce Framework 》

「レッチェ・フレームワーク」(<http://www.mof.go.jp/english/if/su090613a.pdf>)は声明(<http://www.mof.go.jp/english/if/su090613.pdf>)とは別立てで文章が用意されている。「自己規制と市場規律に依拠する分野でも、公式のルールや監督を伴う分野でも共に生じたことから、市場機能が欠点を抱えている」との認識に立って、では今後どうしたらよいか、つまり今後の世界経済について「市場経済」という原則は崩さないにしても、経済活動が「propriety, integrity and transparency」を保ち、社会から受け入れられる、人々の反感をかわらないようなものにするためにはどうした良いのか、という問題意識に取り組むというのである。

「propriety, integrity and transparency」を財務省のHPは、「適切性、健全性、及び透明性」と訳している。しかし「propriety」はそもそも「適切性」というよりは、「礼儀正しさ、たしなみのよさ、端正、上品」という意味合いだ。つまり危機前の資本主義は、「品性が欠けていたではないか」という認識に立つ。リスクテークを奨励する米金融界の給与体系、トップの異常に高い報酬、過度なリスクテークなどなど。「品がなかった」というのはその通りだ。

「integrity」はいつも日本語にするのに苦労する単語だが、「健全性」というよりは筆者はもし三文字で訳すのなら「統一性」とするのが適切だと思っている。なぜならこの単語は人格にしる、組織にしるバランスが取れていることを示す言葉だからだ。つまり危機前の世界経済、金融市場は「バランスを欠いていた」「ちぐはぐだった」と言っているのであって、「integrity」という場合には、「それを取り戻したい」ということだからだ。「transparency」は「透明性」が妥当な訳だ。

G8が今回のG20サミット準備会合でこの問題に取り組まざるを得なくなったのは、至極自然である。世界経済は、危機の後遺症(経済活動の著しい停滞、消費減退、信用のリンクの

断絶、雇用の減少など)の除去に忙しく、新しい資本主義の形(修正を含めて)、新しい市場主義の原則、過度なリスクテイクの抑制方法や仕組みなど、「次の枠組み」に関する話し合いを行ってこなかった。これも各国任せ、各国の世論任せだった。「それではいけないだろう」というのが欧州で開かれた G8 が出てきたのは自然だ。アメリカ型の資本主義、市場主義に一番疑念を抱いていたのは欧州だろうから。

しかし、これもやり遂げるのは非常に難しい。つまり枠組みを作るのは容易ではない。アメリカは依然としてなるべく自由な市場をキープしたいと考えるだろう。欧州はそれをなるべく抑制したい。日本はどちらかと言えば、アメリカの考え方に近い。途上国は自分達が成長できる部門での「自由」を欲し、自分達が食い物にされかねない部門での「規制」を欲するだろう。だから、

「Today, we agreed to create a coherent framework which builds on work done by the IMF, World Bank, OECD, FSB, FATF, and other international organizations, to strengthen the global market system. To ensure effectiveness, we will make every effort to pursue maximum country participation and swift and resolute implementation. We are committed to working with our international partners to make progress with the Lecce Framework, with a view to reaching out to broader fora, including the G20 and beyond.」

として、IMF や世銀、OECD などの顔を立てながら、「実効的で首尾一貫したフレームワーク」(effective and coherent framework)を作りたいとしている。これは各国の文化にも根ざした問題だから、具体的にはヘッジファンドなどを含めた金融機関全体に対する自己資本規制、リスクテイク許容度などの問題に収斂するかも知れない。しかし、今後の世界経済を考える上では、「強欲資本主義」「リスク過多の綱渡り市場主義」からどのように脱却するか議論がどうしても必要だ。

《 enjoy the party but..... 》

声明の前半部分の世界経済認識はその通りだろう。「There are signs of stabilization in our economies ,including a recovery of stock markets, a decline in interest rate spreads, improved business and consumer confidence, but the situation remains uncertain and significant risks remain to economic and financial stability.」として、「株価、金利スプレッドの縮小、企業や消費者のコンフィデンス回復など安定の兆しはあるが、先行きは不透明で依然として大きな先行きリスクがある」というものだ。

声明は特に「unemployment may continue to increase」という形で、世界各国の経済が回復基調に入った後でも、「失業が増大するリスク」に触れているのは、彼等がそれこそリスクだと考えている証拠である。財務大臣は多くが民衆から選挙で選ばれた政治家か、そうした政治家に任命された人であって、失業率が「遅行指標」であることは当然知っているが、

失業率が増大している時に「じゃ引き締めに入りましょう」とは言いづらいことは承知している。

世界の株式市場や商品市場は、「the situation remains uncertain and significant risks remain to economic and financial stability」(G8 声明)であることを十分承知しながらも、上値を追ってきた。円相場も対ドルはあまり目立たないが、他の通貨に対して全般的に安い。様々な不安を抱えた英ポンドが対円で160円に乗ってきたことはある意味では驚きだ。

私はいつもこういうときに思い出す表現がある。もう十数年も前にウォール・ストリート・ジャーナルのある記事の書き出しにあった言葉だ。「Enjoy the party, but dance close to the door！」

今週の主な予定は以下の通りです。

6月15日(月曜日)	日銀政策決定会合(～16日) 6月NY連銀指数 4月対米証券投資 6月NAHB住宅市場指数 IAEA理事会(～19日、ウィーン) 上海協力機構首脳会議(～16日、ロシア)
6月16日(火曜日)	5月首都圏新築マンション販売 日銀総裁記者会見 米5月生産者物価 米5月住宅着工 米5月建設許可件数 米5月鉱工業生産・設備稼働率 米韓首脳会談(ワシントン) 独6月ZEW景気期待指数
6月17日(水曜日)	1Q資金循環統計 米5月消費者物価 バーナンキFRB議長が国際金融に関する会 合で演説(ワシントン)
6月18日(木曜日)	米5月コンファレンスボード景気先行指標 総合指数 6月フィラデルフィア連銀指数 ガイトナー財務長官が議会証言(政府の金融 規制改革案について、下院金融委員会) EU首脳会議(～19日、ブリュッセル) ECB理事会

6月19日(金曜日)

米クワドラプルウィッチング

《 have a nice week 》

週末はいかがでしたか。やはり湿っぽくなってきましたね。湿度が確実に高くなっている。それでも新型インフルエンザは散発的に起きているわけで、しぶといインフルエンザという印象です。まあまだ弱毒性ですから過度な心配は不要ですが。

ところで、今面白い本を読んでいます。『日本人はなぜ「さようなら」と別れるのか』というのです。日本人の正当な別れの挨拶は、つい最近まで「さようなら」だったように思う。しかしずっと「違うな」と思っていたことがあって、それは英語も中国語も「また会いましょう」が別れの挨拶の基本なのです。「see you」がアメリカでは主流だと思し、中国語では「再見」が基本です。日本語では「また」「じゃまた」があるが、これはどう考えても別れの挨拶の正式な表現ではない。

どうして日本語は違うんだろう、「さようなら」とはどういう言葉だろうと思っていたのです。なぜ日本人は「また会う」ということを言わないのかな、ということです。そういう基本的な疑問があったものだから、今週火曜日に大阪に向かうときに東京駅の書店でこの本を見付けて直ぐに買ってしまった。読み始めていますが、ちょっと脱線気味の本ではあるが、私の疑問には答えてくれている。

それによると、元々この言葉は「さようならば」という接続詞からの「別れ言葉」への変化だということです。同じように「さらば」は「然らば」からの分かれ。接続詞としての「然らば」は、「ということであるならば」という区切りの、「そうであるならば、私はこうする」という言葉です。「然らば、もうこの世には未練はない」のような。

「see you」や「再見」には、過去と今からさらには未来という区切りはない。しかし元々「さようであるならば」「さようならば」をベースとする「さようなら」にはそういう意味合いがある、といったことが面白い。この本はその辺から、日本人の死生観にまで話を広げている。まだ読んでいる最中なのであとがちょっと楽しみ。しかしとりあえず「さようなら」がどこから来たのか分かったのは良かった。

それでは皆さんには良い一週間を。

《当「ニュース」は住信基礎研究所主席研究員の伊藤(E-mail ycaster@gol.com)の相場見解を記したものであり、住友信託銀行の見通しとは必ずしも一致しません。本ニュースのデータは各種の情報源から入手したものです。正確性、完全性を全面的に保証するものではありません。また、作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。》

(資料 Statement of G8 Finance Ministers Lecce, Italy, 13 June, 2009)

We, the G8 Finance Ministers, remain focused on addressing the ongoing global economic and financial crisis. We have taken forceful and coordinated action to stabilize the financial sector and provide stimulus to restore economic growth. There are signs of stabilization in our economies, including a recovery of stock markets, a decline in interest rate spreads, improved business and consumer confidence, but the situation remains uncertain and significant risks remain to economic and financial stability.

Even after output growth begins picking up, unemployment may continue to increase. Our countries will continue to implement actions to reduce the impact of the crisis on employment and maximise the potential for growth in jobs in the period of economic recovery, including by promoting targeted active labor market policies, enhancing skills development, ensuring effective social protection systems and enabling labour markets to respond to broader structural changes.

We must remain vigilant to ensure that consumer and investor confidence is fully restored and that growth is underpinned by stable financial markets and strong fundamentals. We will continue working with others in taking the necessary steps to put the global economy on a strong, stable and sustainable growth path, including by continuing to provide macroeconomic stimulus consistent with price stability and medium-term fiscal sustainability and restore lending. We reaffirm our commitment to address liquidity and capital needs of banks, as necessary, and to take all necessary actions to ensure the soundness of systemically important institutions.

We discussed the need to prepare appropriate strategies for unwinding the extraordinary policy measures taken to respond to the crisis once the recovery is assured. These “exit strategies”, which may vary from country to country, are essential to promote a sustainable recovery over the long term. We asked the IMF to undertake the necessary analytical work to assist us with this process.

While the stabilization of the economy over the short term is critical, we also discussed other challenges ahead of us.

The crisis has revealed the importance of strengthening our commitment to standards of propriety, integrity and transparency. To address these issues in a comprehensive fashion, we agreed on the need to develop the Lecce Framework . a set of common principles and standards regarding the conduct of international business

and finance , which builds on existing initiatives and lays the foundation for a stable growth path over the long term (see the attached annex for details). We are committed to working with our international partners to make progress with this initiative, with a view to reaching out to broader fora, including the G20 and beyond.

We discussed regulatory reform in our countries and at the international level. We are swiftly implementing the decisions taken at the London Summit and call on others to join our efforts to ensure global financial stability and an international level playing field. We urge the relevant international institutions to closely monitor the implementation of these decisions. We also call on the FSB to develop a toolbox of measures to promote adherence to prudential standards and cooperation with jurisdictions.

We welcome progress in negotiations of agreements on the exchange of information for tax purposes. We urge further progress in the implementation of the OECD standards and the involvement of the widest possible number of jurisdictions, including developing countries. It is also essential to develop an effective peer-review mechanism to assess compliance with the same standards. This could be delivered by an expanded Global Forum. We also look forward to an update on progress on the G20 agreement to tackle tax havens at the next OECD Ministerial meeting.

We welcome FATF engagement with the G20 to fight against money laundering and the financing of terrorism. We are also committed to working with FATF on improving international standards and their global implementation, including preparation for the next round of mutual evaluations, promoting international cooperation and reinforcing actions on jurisdictions with vulnerabilities. FATF should report back by September on its progress in identifying uncooperative jurisdictions.

We endorse the FATF's call for countries to protect the financial system from illicit financing and implement counter-measures against Iran, in particular to mitigate the risk posed by correspondent relationships with Iranian financial institutions.

We are committed to the effective and timely implementation of financial measures against North Korea as set out, among other measures, in UN Security Council resolution N. 1874.

To facilitate the recovery and sustain growth over the longer term, we reaffirm our

commitment to refrain from protectionism and we commit to continue working towards an ambitious conclusion of the Doha Round. The rapid implementation of the trade finance support announced in April in London is essential in restoring international trade flows, particularly to emerging and developing countries. Excess volatility of commodity prices poses risks to growth. We will consider ways to improve the functioning and transparency of global commodity markets, including considering IOSCO work on commodity derivative markets.

We have led efforts to provide the IMF with the necessary resources to expand its lending capacity and are fully committed to swiftly implement the London Summit commitment, and urge other countries to participate. We are also exploring ways to substantially increase the IMF capacity for concessional lending through the sale of gold or other means, consistent with the new income model, and we encourage the Fund to explore the scope for increased concessionality to low-income

countries. We remain committed to reforming the IMF to enable it to carry out its critical role in the modern global economy. We welcome the actions being taken by the World Bank and other Multilateral Development Banks (MDBs) that highlight their important countercyclical role in responding to the global crisis. After comprehensively reviewing their capital positions, including a thorough resource demand analysis based on agreed medium to long-term strategies, we are prepared to consider additional financing needs. Additional elements to be considered include a clearer division of labor and collaboration among institutions, enhanced balance sheet flexibility, good governance, better risk management, effective use of aid, progress on promoting innovation, and an adequate focus on the world's poorest.

The 2007-2008 food crisis had a devastating impact on the living conditions of the poor, and brought attention to the urgent need to promote sustainable investment in agriculture. We reiterate our commitment to address medium and long-run food security in poor developing countries.

We will work together bilaterally and through existing international institutions to increase investment in these countries aimed at raising sustainable agricultural productivity and food security, with a particular focus on assisting small-scale farmers, protecting natural resources, supporting infrastructure, innovation and catalyzing private investment. We discussed possible joint initiatives by the World Bank, the African Development Bank and IFAD, and support further work in this area with a

view to advancing this discussion at the L'Aquila Summit. We note the publication of the report by the High Level Task Force (HLTF) that presents proposals to accelerate progress in the health systems of the world's poorest countries.

We discussed the economic, financial and developmental aspects of climate change. This is a global issue that requires a global and balanced solution and we advocate an ambitious, efficient, effective and fair outcome of the UNFCCC process. Financial and investment needs will be substantial in the future, thus making it imperative that all resources be used in the most effective way to achieve true emission reductions, that they be channeled through highly efficient, coordinated and equitable instruments, and that market-based mechanisms play a central role to drive private finance. While developed countries should continue to play a leading role, all but the least developed countries should commit to measurable, verifiable and reportable mitigation actions and financial participation. Adaptation is a development challenge and, therefore, international financing should primarily target the poorest countries, be fully integrated in their development strategies and follow the principles of aid effectiveness.

(了)